

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15520080150237

UDC _____

厦门大学

博 士 学 位 论 文

企业所得税改革、资本结构调整及经济后果
——基于中国上市公司的分析

Corporate Income Tax Reform, Capital Restructuring and
the Economic Consequences:

Analysis from Chinese Listed Companies

陈习定

指导教师姓名: 陈 工 教授

专 业 名 称: 公共经济学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 6 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

- 1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。
- 2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

内容摘要

公司资本结构的影响因素是什么是现代金融经济学一个最基础的问题。虽然已有大量理论文献认为税收、破产成本、代理成本、规模以及成长机会均是潜在的影响公司资本结构的因素，但是要完全地理解公司的融资决策还需要进一步的研究。

税收是影响公司资本结构的重要因素，关于税收和公司资本结构之间的关系在理论上已得到了广泛的研究。这些文献强调了公司所得税税率、非债务税盾与最优公司资本结构之间的关系，并提出了一些可供检验的理论假说（如 Barnea、Haugen 和 Senbet, 1981; DeAngelo 和 Masulis, 1980; Miller, 1977; Modigliani 和 Miller, 1958、1963 等）。

但是关于税收和公司资本结构之间关系的经验证据尚未有定论。大量实证文献发现没有证据支持税收和企业债务比率相关的理论假说（如 Bradley、Jarrell 和 Kim, 1984; Titman 和 Wessels, 1988 等）。与此同时，大量实证文献却发现无论是债务税盾还是非债务税盾均与企业的资本结构紧密相关（Scholes、Wilson 和 Wolfson, 1990; Booth 等, 2001）

可以看到，以上这些关于税收和公司资本结构的实证研究主要是基于横截面数据。横截面分析面临的最大问题是在横截面时点公司资本结构可能不是最优的，使用静态的横截面数据不能有效地检验税收和公司资本结构之间的关系。

近年来也涌现出了大量的基于面板数据来研究税收和公司资本结构之间关系的实证文献。大多数文献的实证结果均表明税收对公司资本结构的影响不显著。一个重要原因是使用面板数据后虽然资本结构可能是动态的，但只要税法没有发生重大改变，那么税收因素（无论是公司所得税税率还是非债务税盾）是相对静态的。从计量经济学的角度看，很难把税收因素对资本结构的影响准确地估计出来。

新的企业所得税法于 2008 年 1 月 1 日起正式施行，其基本目标是统一内外资企业所得税制并创造公平税收环境。新的企业所得税法主要有两个方面的改革，首先是税率的改革，统一对内外资企业征收 25% 的企业所得税。原来的内资

企业的企业所得税税率从 33% 统一下调至 25%，大部分原先享受所得税优惠的公司将获得五年的缓冲期，所得税率由 15% 逐渐提高到 25%；其次是非债务税盾的改革，即统一内外资企业费用扣除项目和税前列支标准。

2008 年中国企业所得税税制改革（包括税率和非债务税盾）大幅度地改变了中国企业的税负，因此在受控环境中评估税收和资本结构之间的关系以及由此引致的经济后果提供了一个自然观测平台或自然试验的机会。

本文基本的研究思路如下：分别选取有效税率提高和降低的两类上市公司作为研究样本，综合考察有效税率以及非债务税盾变化引起的资本结构调整及其经济后果。具体来说，本文利用 2008 年企业所得税改革前后（前：2006-2007 年；后：2008-2009 年）各上市公司所构成的面板数据和双重差分法（differences in differences）来检验企业所得税改革对公司资本结构的影响及其经济后果。

本文基本的研究内容如下：第 2 章在文献回顾和理论分析的基础上提出研究假说；第 3 章是实证模型；第 4 章是样本和数据；第 5 章是实证分析及稳健性检验，研究结果发现：（1）企业所得税改革使得有效税率提高的上市公司的债务比率显著上升，同时使得有效税率下降的上市公司的债务比率显著下降；（2）非债务税盾和上市公司债务比率显著负相关；（3）企业所得税改革使得有效税率提高的上市公司的盈利能力显著下降，同时使得有效税率下降的上市公司的盈利能力显著提高；（4）债务比率的上升没有显著提升上市公司的盈利能力。第 6 章是结论性评述。

本文的创新点如下：首先是样本数据的独特性。2008 年中国企业所得税税制改革为税收和资本结构之间关系的评估提供了一个自然观测平台或自然试验的机会。2008 年税制改革前中国企业税制的复杂性和多样性使得企业所得税税制改革（包括税率和非债务税盾）后税收因素的方差非常大，这非常有利于准确估计税收和公司资本结构之间的关系以及由此引致的经济后果。其次是研究方法的创新性，本文使用双重差分法来检验税收因素对公司资本结构的影响并考察企业所得税税制改革以及公司资本结构变动的经济后果。通过处理组和对照组的设置，可以更加精确地评估税收因素对公司资本结构的影响及其经济后果。

关键词：企业所得税改革；资本结构；经济后果

Abstract

What are the determinants of the firm's capital structure is one of the fundamental questions of modern financial economics. A large number of theoretical literature consider that taxes, bankruptcy cost, agency cost, size and growth opportunities are the potential factors which determine the firm's capital structure, but to fully understand the financing decisions of firm needs further study.

Tax is an important determinant factor of capital structure, and the relationship between tax and capital structure have been studied extensively in theory. These theoretical literature emphasize the relationships among corporate income tax rate, non-debt tax shield and capital structure and propose some hypotheses for testing (see, e.g., Barnea, Haugen, and Senbet, 1981; DeAngelo and Masulis, 1980; Miller, 1977; Modigliani and Miller, 1958,1963, etc.).

However, previous empirical tests concerning the relation between leverage and corporate tax attributes are still controversial. A large number of empirical studies have found no evidence to support the theoretical hypothesis between leverage and corporate tax attributes (see, e.g., Bradley, Jarrell and Kim, 1984; Titman and Wessels, 1988, etc.). At the same time, a large number of empirical studies have found that both the debt tax shield and non-debt tax shields are closely related to firm's capital structure (Scholes, Wilson, and Wolfson, 1990; Booth et al, 2001).

Typically, these tests use a cross-sectional analysis to investigate the relationship between the firm's leverage level and its tax attributes. Because the observed capital structure at any point in time may substantially differ from its optimal level, it is hard to test the relationship between the firm's leverage level and its tax attributes through static cross-sectional data.

There is plenty of empirical literature basing on panel data to study the relationship between the firm's leverage level and its tax attributes in recent years. Most of the empirical results show the relationship is not significant. After using the panel data, the capital structure may be dynamic, but the firm's tax attributes is

relatively static (the corporate income tax rates or the non-debt tax shield only changes when tax law reform takes place). From the perspective of econometrics, it is difficult to accurately estimate the relationship between the firm's leverage level and its tax attributes.

The new Corporate Income Tax Law (CITL) came into effect on January 1, 2008. The basic objective of CITL is to unified the corporate income tax system of domestic enterprises and foreign enterprises and create a fair tax environment. The new Corporate Income Tax Law has two significant changes. Firstly, the domestic and foreign enterprises take the same corporate income rate (25%). The corporate income tax rate of domestic enterprises reduce from 33% to 25% and the corporate income tax rate of domestic enterprises increase from 15% to 25%. Secondly, the domestic and foreign enterprises take the same tax deduction.

The reform of corporate income tax system (including tax shield and non-debt tax shield) has significantly changed the tax burden of Chinese firms. It provides a natural observation platform or natural experiment opportunity to estimate the effect of the change of firm's tax attributes on its leverage level and the economic consequences in a controlled environment.

The basic idea of this study is as follows. Take two kinds of listed companies of China as research sample (effective tax rate increasing from 2007 to 2008 and effective tax rate decreasing from 2007 to 2008) and investigate the effects of the change of firm's tax attributes on its leverage level and the economic consequences. Specifically, this paper use the panel data of listed company and differences in differences method (DID) to investigate the effects of tax reform on its leverage level and the economic consequences.

The article is organized as follows. Chapter 2 is the literature survey and theoretical hypothesis for testing. In Chapter 3, the methodology is introduced. In Chapter 4, the time period examined, the sample, the variables, and the data sources are described. In Chapter 5, the main results and robustness checking are presented and discussed. The results showed that: (1) during the corporate income tax reform, the listed companies whose effective tax rate increase from 2007 to 2008 significantly

increase the leverage, while the listed companies whose effective tax rate decrease from 2007 to 2008 significantly decrease the leverage; (2) non-debt tax shield has significantly negative correlation with the leverage of the listing companies; (3) during the corporate income tax reform, the profitability of the listed companies whose effective tax rate increase from 2007 to 2008 significantly decreases, while the profitability of the listed companies whose effective tax rate decrease from 2007 to 2008 significantly increase; (4) more leverage does not enhance the profitability of the listed companies. Concluding remarks are provided in Chapter 6.

The innovation of this paper is as follows: Firstly, the uniqueness of the sample data. The incorporate income Tax Reform of 2008 provides a natural or natural experiment opportunity to estimate the effect of the change of firm's tax attributes on its leverage level and the economic consequences in a controlled environment. Before the incorporate income tax reform of 2008, the corporate income tax system of China is very complicated, which is very useful to accurately estimate the effect of the change of firm's tax attributes on its leverage level and the economic consequences.

Secondly, this paper uses the differences in differences (DID) method to estimate the tax attributes on the firm's capital structure and to study the economic consequences of incorporate income tax reform and the change of firm's capital structure. Through setting treatment group and control group, it is very useful to more accurately estimate the effect of the change of firm's tax attributes on its leverage level and the economic consequences.

Key word: Reform of Corporate Income Tax ; Capital Structure ; Economic Consequences

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 第 1 章 导 论 | 1 |
| 1.1 选题背景和意义 | 1 |
| 1.2 本文研究方法、研究思路及研究内容 | 4 |
| 1.3 本文的创新点和不足 | 5 |
| 第 2 章 文献回顾、理论分析与研究假设 | 6 |
| 2.1 文献回顾 | 6 |
| 2.1.1 理论文献回顾 | 6 |
| 2.1.2 实证文献回顾 | 10 |
| 2.2 理论分析与研究假设 | 14 |
| 第 3 章 实证模型 | 16 |
| 第 4 章 时间窗、样本、变量及描述性统计 | 19 |
| 4.1 时间窗 | 19 |
| 4.2 样本 | 21 |
| 4.3 变量及描述性统计 | 24 |
| 4.3.1 各变量的探讨和构建 | 24 |
| 4.3.2 各变量的描述性统计及相关性 | 32 |
| 第 5 章 实证分析 | 40 |
| 5.1 有效税率、非债务税盾与资本结构 | 40 |
| 5.1.1 回归模型和回归方法讨论 | 40 |
| 5.1.2 基本回归结果 | 41 |
| 5.1.3 稳健性检验 | 47 |
| 5.2 所得税改革及其经济后果 | 69 |

| | |
|-----------------------------|-----|
| 5.2.1 回归模型和回归方法探讨 | 69 |
| 5.2.2 基本回归结果 | 69 |
| 5.2.3 稳健性检验 | 71 |
| 5.3 资本结构调整及其经济后果 | 75 |
| 5.3.1 回归方法探讨 | 75 |
| 5.3.2 基本回归结果 | 75 |
| 5.3.3 稳健性检验 | 76 |
| 第 6 章 结论性评述 | 80 |
| 6.1 本研究实证证据总结 | 80 |
| 6.2 所得税改革是否实现了基本目标? | 83 |
| 6.3 改善中国上市公司资本结构的政策建议 | 84 |
| 6.4 研究的局限和后续研究建议 | 85 |
| 参考文献: | 86 |
| 一、中文文献 | 86 |
| 二、英文文献 | 87 |
| 附表 | 93 |
| 后 记 | 111 |

Contents

Chapter 1 Introduction

1.1 The Background of the Topic and the Significance

1.2 The Approaches and Framework of the Study

1.3 Innovation and Weakness

Chapter 2 Literature Survey and Hypotheses

2.1 Literature Survey

2.1.1 Theoretical Literature Survey

2.1.2 Empirical Literature Survey

2.2 Theoretical analysis and research hypothesis

2.2.1 The Provisions of Corporate Income Tax

2.2.2 Tax Reforms and Capital Restructuring

2.2.3 Tax Reforms and Economic Consequences

2.2.4 Capital Restructuring and Economic Consequences

Chapter 3 Empirical Model

Chapter 4 Sample, Variables and Descriptive Statistics

4.1 Time Periods

4.2 Sample

4.3 Variables and Descriptive Statistics

4.3.1 The Construction of Variables

4.3.2 Descriptive Statistics and Correlation of Variables

Chapter 5 Empirical Analysis

5.1 Tax and Capital Structure

5.1.1 Regression Models and Estimate Methods

5.1.2 Basic Estimate Results

5.1.3 Robustness Check

5.2 Tax Reforms and Economic Consequences

5.2.1 Regression Models and Estimate Methods

5.2.2 Basic Estimate Results

5.2.3 Robustness Check

5.3 Capital Restructuring and Economic Consequences

5.3.1 Regression Models and Estimate Methods

5.3.2 Basic Estimate Results

5.3.3 Robustness Check

Chapter 6 Concluding comments

6.1 The Summary of empirical evidence

6.2 Has Income Tax Reform achieved the goals?

6.3 Policy Suggestions

6.4 Limitations and Future Research

References

Appendix

Postscript

第1章 导论

1.1 选题背景和意义

公司资本结构^①的影响因素是什么是现代金融经济学一个最基础的问题。虽然已有大量理论文献认为税收、破产成本、代理成本、规模以及成长机会均是潜在的影响公司资本结构的因素,但是要完全地理解公司的融资决策还需要进一步的研究。正如 Myers (2001) 指出,“在 Modigliani 和 Miller (1958) 的研究已过去 40 多年之后的今天,我们对公司融资选择的理解还很有限”。Myers (2001) 还进一步指出,现有的理论分析并不是普遍适用的,只能在一定的条件下解释公司的资本结构。

税收是影响公司资本结构的重要因素,关于税收和公司资本结构之间的关系在理论上已得到了广泛的研究^② (Barnea、Haugen 和 Senbet, 1981; Brennan 和 Schwartz, 1978; Dammon 和 Senbet, 1988; DeAngelo 和 Masulis, 1980; Green 和 Talmor, 1985; Kane、Marcus 和 McDonald, 1984; Kraus 和 Litzenberger, 1973; Miller, 1977; Modigliani 和 Miller, 1958、1963; Taggart, 1980), 这些文献强调了公司所得税税率、非债务税盾与最优公司资本结构之间的关系,并提出了一些可供检验的理论假说。

但是关于税收和公司资本结构之间关系的经验证据尚未有定论。Auerbach (1985), Bradley、Jarrell 和 Kim (1984), Chaplinsky (1987), Titman 和 Wessels (1988) 发现没有证据支持企业非债务税盾和企业债务比率相关的理论假说。Scholes、Wilson 和 Wolfson (1990) 却发现商业银行的边际税率和其资本结构紧密相关。Haugen 和 Senbet (1986) 认为经验证据只能部分地支持 Miller 等人的假设。

可以看到,以上这些关于税收和公司资本结构的实证研究主要是基于横截面数据。横截面分析面临的最大问题是在横截面时点公司资本结构可能不是最优

^① 在本文中,公司资本结构的定义与债务比率二者意思相同,具体涵义为债务占公司总资产的比率。

^② 现代资本结构理论已逐渐形成了一个以税收与资本结构之间关系为研究对象的专门研究领域,该领域主要是研究税收差异对资本结构的影响,因此经常被称之为“税差学派”(沈艺峰,1999)。

的。跟据 Myers (1977), 公司改变资本结构的成本是昂贵的, 因此在任何时点观察到的资本结构均有可能偏离它的最优水平。更重要的是, 根据 Myers 和 Majluf (1984) 的“啄食顺序”(Pecking Order) 理论, 公司的资本结构往往会异于静态的基于成本和收益权衡时的最优水平。因此使用静态的横截面数据不能有效地检验税收和公司资本结构之间的关系。

近年来国内还涌现出了大量的基于面板数据来研究税收因素和公司资本结构之间关系的实证文献。陈维云等人(2002)选取深圳证券交易所上市的 217 家公司 1995-2000 年的财务数据, 利用多元回归的方法, 得出中国上市公司资本结构与实际税率不相关的结论。肖作平(2004)利用 1998-2002 年仅发行 A 股的上市公司的面板数据考察了中国上市公司资本结构的若干决定因素, 认为在中国有效税率对资本结构不大可能产生显著影响。李霞(2008)利用 1998-2006 年中国上市公司的面板数据考察了税收因素和公司资本结构之间关系, 认为税收因素(无论是非债务税盾还是债务税盾)对公司资本结构的影响程度非常小。

在前面使用面板数据的实证分析中, 虽然资本结构可能是动态的, 但只要税法没有发生重大改变, 那么税收因素(无论是公司所得税税率还是非债务税盾)是相对静态的。从计量经济学的角度看, 很难把税收因素对资本结构的影响准确地估计出来。

第十届全国人民代表大会第五次会议于 2007 年 3 月 16 日审议通过了《中华人民共和国企业所得税法》, 并于 2008 年 1 月 1 日起正式施行。新的企业所得税法的基本目标是统一内外资企业所得税制并创造公平税收环境^①。新的企业所得税法主要有两个方面的改革, 首先是税率的改革, 统一对内外资企业征收 25% 的企业所得税。原来的内资企业的企业所得税税率从 33% 统一下调至 25%, 大部分原先享受所得税优惠的公司将获得五年的缓冲期, 所得税率由 15% 逐渐提高到 25%, 五年内的税率分别为: 18%、20%、22%、24%、25%; 其次是非债务税盾的改革, 即统一内外资企业费用扣除项目和税前列支标准。

2008 年中国企业所得税税制改革(包括税率和非债务税盾)大幅度地改变了中国企业的税负, 因此为在受控环境中评估税收因素和资本结构之间的关系提

^① 根据十届全国人大五次会议, 企业所得税改革的指导思想是: 根据科学发展观和完善社会主义市场经济体制的总体要求, 按照“简税制、宽税基、低税率、严征管”的税制改革原则, 借鉴国际经验, 建立各类企业统一适用的科学、规范的企业所得税制度, 为各类企业创造公平的市场竞争环境。

供了一个自然观测平台或自然试验的机会。与 1986 年美国税制改革单向降低公司所得税税率不同, 2008 年中国企业所得税税制改革不但降低了内资企业公司所得税的税率, 同时也提高了原先享受所得税优惠的企业的公司所得税的税率。从计量经济学的角度看, 公司所得税税率较大的方差非常有利于准确估计税收和公司资本结构之间的关系。

无论是税率改革还是非债务税盾的改革都会使国内上市公司承担的税负发生变化, 并直接影响公司的价值。由于过去所得税政策的不统一, 存在诸多优惠政策, 上市公司的税率以及非债务税盾的计算均存在着较大差别, 新税法的实施将会给各上市公司在税负上带来有利或不利影响。

随着新税法的实施, 上市公司是否会通过资本结构调整来降低税负? 如果上市公司调整资本结构, 那么所得税改革和资本结构的调整是否会改变上市公司的盈利能力? 对这些问题的研究不仅能全面检验税收因素对公司资本结构的影响, 为税收和资本结构之间的关系提供新的证据; 同时也能考察新税法的经济影响, 对企业所得税改革有着显著的政策含义, 有利于管理部门进行税制改革时提供合理的参考依据。因此, 本文的选题不仅具有重大的理论价值, 同时也具有非常重要的政策意义。

1.2 本文研究方法、研究思路及研究内容

本文采用综合研究法，即规范研究和实证研究并重的研究方法。

本文的研究方法有三方面要点：一是大量运用现代经济学理论的分析方法，使得本研究获得严密的经济学理论基础。二是大量采用和分析税收实践中的数据，在充分分析国内外相关经验的基础上，运用计量经济学（包括参数分析和非参数分析）获得现实可检验的研究结论和政策建议。三是注重比较研究和动态研究。企业所得税改革给予了研究者一个“准实验”的机会，因此可以把税收因素对公司资本结构的影响以及所得税改革和资本结构的调整对上市公司的盈利能力的影响放到当前经济系统剧烈变动的动态环境下进行考察。

本文基本的研究思路如下：为了研究前述问题，本文分别选取有效税率^①提高（与 2007 年有效税率相比，2008 年有效税率上升的公司）和降低（与 2007 年有效税率相比，2008 年有效税率下降的公司）的两类上市公司作为研究样本，综合考察有效税率以及非债务税盾变化引起的资本结构调整及其经济后果。具体来说，本文利用 2008 年企业所得税改革前后（前：2006-2007 年；后：2008-2009 年）各上市公司所构成的面板数据和双重差分法（differences in differences）来检验企业所得税改革对公司资本结构的影响及其经济后果。

本文基本的研究内容如下：第 1 章是导论，包括本文的选题背景和意义、研究方法、研究思路、创新点和不足。第 2 章在文献回顾和理论分析的基础上提出 4 个研究假说；第 3 章是实证模型；第 4 章是样本和数据；第 5 章是实证分析及稳健性检验，研究结果发现：（1）2008 年所得税改革后有效税率提高的上市公司的债务比率显著上升，而所得税改革后有效税率下降的上市公司的债务比率显著下降；（2）上市公司非债务税盾与其债务比率显著负相关；（3）所得税改革后有效税率提高的上市公司的盈利能力显著下降，所得税改革后有效税率下降的上市公司的盈利能力显著提高；（4）债务比率的上升没有显著提升上市公司的盈利能力。第 6 章是结论性评述。

^① 本文采用的有效税率=所得税费用/当期税前利润总额。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库